

ARÇELİK

Hedef fiyatı 25,5TL'ye yükseltirken TUT tavsiyemizi sürdürüyoruz.

Arçelik'te hisse başına hedef fiyatı 25,5TL'ye (önceki 24TL) yükseltiyor ve TUT tavsiyemizi koruyoruz. Nisan ayında gerçekleşen güçlü yurtiçi beyaz eşya sektör büyümesinin ardından 2017 büyüme beklentimizi %8'e yükseltiyoruz. Hisse fiyatında yakın zamanda görülen artış sonrasında sınırlı yükseliş potansiyeli öngörüyoruz. Ayrıca Arçelik Hindistan pazarında yeni kurulacak şirket aracılığıyla büyüme planladığını 23 Mayıs'ta açıkladı. Şu an için Hindistan yatırımının potansiyel değerini ölçmek zor olmakla beraber Arçelik'in büyümenin yüksek olduğu pazarlarda genişleme yönünde adımlar atmasını uzun vadeli olumlu olarak değerlendiriyoruz.

Tahminlerde hafif yukarı revizyon yapıyoruz – Arçelik'in yurtiçi beyaz eşya hacim büyümesi tahminimizi 2017'de %5'ten %8'e yükselttik. Yılbaşından bu yana Türkiye'de beyaz eşya satışları beklentimizin üzerinde %37 yıllık yükseldi. ÖTV teşviğinin Eylül sonuna ertelenmesi sonrasında satış büyüme hızında yavaşlama bekliyorduk. Referandum sonrası tüketici güvenindeki iyileşmenin de hacim büyümesini desteklediğini düşünüyoruz. Yurtdışı beyaz eşya satış hacimlerinde ise (Pakistan hariç) hacim büyüme beklentimizi %3'ten %2'ye revize ettik. İhracatta yılbaşından bu yana görülen sınırlı büyüme tahmin değişikliğimizde etkili oldu. Böylelikle 2017-2018 dönemi için satış ve FAVÖK beklentilerimizi %1-2 seviyesinde yükselttik.

Hindistan pazarında büyüme odaklı önemli adım atıldı - Arçelik Tata Holding iştiraki Voltas ile Hindistan'da bir şirket kurmak üzere ortaklık sözleşmesi imzaladı. Arçelik'in iştiraki Ar Dutch BV ve Voltas şirkette %49 eşit paya sahip olurken, Koç Holding ve TICL ise %1 hisse payı tutacak. Şirket Hindistan'da buzdolabı üretip Beko Voltas marka ismiyle beyaz eşya satışı ve dağıtımından sorumlu olacak. 2017'de başlayacak fabrika yatırımının 2018 sonu sona ermesi planlanıyor. Yatırım planına göre şirket 10 yıllık sürede 1 milyar dolar ciro, %10'un seviyesinde pazar payı, Arçelik'e benzer kârlılık oranı, 3 milyon adetlik kapasite ve 155 milyon dolar toplam yatırım hedefliyor. Ayıca 4. senenin sonunda klima üretiminin değerlendirilmesi planlanıyor. Arçelik şirketi özkaynak yöntemiyle konsolide etmeyi planlıyor. Şu aşamada Hindistan'daki potansiyel büyümenin Arçelik değerlememize etkisini hesaplamamızın güç olduğunu düşünüyoruz. Ancak, Arçelik'in yüksek büyümenin olduğu pazarlarda konumunu güçlendirmesini uzun vadeli olumlu olarak değerlendiriyoruz.

Tavsiye

TUT

Hedef fiyat
Getiri potansiyeli

TL 25,50
%1

Hisse bilgileri

Hisse Kodu	ARCLK TI
Hisse fiyatı (24-05-2017)	25,28
Hisse fiyat aralığı (52 haftalık)	18 / 24
Piyasa Değeri (TL mn - USD mn)	17082,4 - 4792,4
Hisse adedi (mn) & halka açıklık oranı	676 - %25
Ortalama işlem hacmi	1 Ay 3 Ay 12 Ay
USD mn	12,2 10,1 7,9

Fiyat performansı

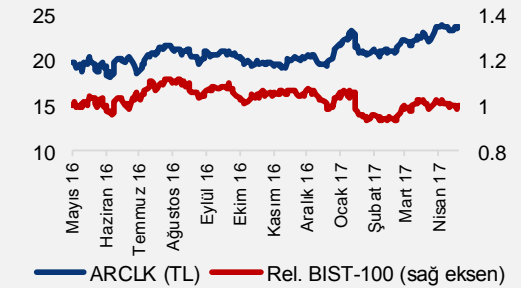
	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	%7	%21	%23
USD	%8	%21	%21
BIST -100'e göre performans	%2	%8	-%3

Tahminler (TL mn)

	2016	2017T	2018T
Net satışlar	16.096	19.961	22.283
FAVÖK	1.636	2.102	2.400
Net kâr	1.300	1.260	1.277

Değerleme

	2016	2017T	2018T
F/K	13,1x	13,6x	13,4x
F/DD	2,8x	2,5x	2,3x
FD/FAVOK	12,3x	9,8x	8,6x
FD/Net satışlar	1,2x	1,0x	0,9x
Temettü verimi	%1,5	%2,5	%3,7



Ece Mandacı, CFA

+90 212 355 2679

ece.mandaci@tacirler.com.tr

PROJEKSİYONLAR

Bilanço	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Nakit ve benzerleri	2.168	2.442	2.649	2.759	3.098
Ticari alacaklar	4.791	5.295	6.562	7.326	8.198
Stoklar	2.140	2.762	3.476	3.878	4.328
Diğer dönen varlıklar	308	487	604	674	754
Dönen varlıklar	9.406	10.986	13.292	14.637	16.378
Finansal yatırımlar	539	3	3	3	3
Maddi duran varlıklar	2.056	2.750	3.079	3.337	3.637
Maddi olmayan duran varlıklar	1.171	2.304	2.317	2.331	2.347
Diğer duran varlıklar	566	866	1.044	1.165	1.304
Duran varlıklar	4.332	5.924	6.442	6.836	7.291
Toplam varlıklar	13.739	16.909	19.734	21.473	23.669
Kısa vadeli borçlanmalar	2.185	2.251	2.671	2.811	3.006
Ticari borçlar	2.090	3.086	3.888	4.337	4.844
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	961	1.270	1.574	1.758	1.967
Kısa vadeli yükümlülükler	5.236	6.606	8.133	8.906	9.816
Uzun vadeli borçlanmalar	3.269	3.407	3.656	3.846	4.073
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	557	892	1.106	1.234	1.381
Uzun vadeli yükümlülükler	3.826	4.299	4.761	5.081	5.455
Özkaynaklar	4.676	6.005	6.839	7.486	8.398
Ana ortaklığa ait	4.657	5.985	6.819	7.466	8.378
Kontrol gücü olmayan paylar	19	20	20	20	20
Toplam kaynaklar	13.739	16.909	19.734	21.473	23.669
Net borç	3.286	3.216	3.678	3.899	3.981
Net işletme sermayesi	4.187	4.188	5.181	5.783	6.470
Net işletme sermayesi (operasyone)	4.840	4.971	6.151	6.866	7.682
Yatırılan sermaye	7.414	9.243	10.576	11.451	12.454
Oranlar					
Karlılık					
Özsermaye kârlılığı	%19,6	%24,3	%19,6	%17,8	%19,5
Net kâr	6,3%	8,1%	6,3%	5,7%	6,2%
Aktif devri	1,1x	1,1x	1,1x	1,1x	1,1x
Kaldıraç	2,9x	2,9x	2,9x	2,9x	2,8x
Aktif kârlılığı	%6,8	%8,5	%6,9	%6,2	%6,9
Yatırılan sermaye kârlılığı	%12,0	%11,5	%12,8	%13,2	%14,1
Kaldıraç					
Net borç/toplam varlıklar	%40	%33	%32	%31	%30
Net borç/özsermaye	0,70	0,54	0,54	0,52	0,47
Net borç/FAVÖK	2,26	1,97	1,75	1,62	1,45

Gelir tablosu	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Net satışlar	14.166	16.096	19.961	22.283	24.934
Brüt kâr	4.536	5.340	6.421	7.179	8.078
Faaliyet giderleri	3.449	4.142	4.840	5.359	5.972
Esas faaliyet kârı	1.087	1.198	1.581	1.820	2.106
FAVÖK	1.456	1.636	2.102	2.400	2.744
Net diğer gelir	236	751	117	135	149
Net finansman geliri	-537	-748	-437	-453	-431
Vergi öncesi kâr	785	1.202	1.260	1.502	1.824
Vergi gideri	-108	-102	0	225	274
Net kâr	891	1.300	1.260	1.277	1.550

Nakit akış tablosu

	2015	2016	2017T	2018T	2019T
FAVÖK	1.456	1.636	2.102	2.400	2.744
Vergi gideri	-149	-102	0	273	316
Yatırımlar	640	839	858	847	948
İşletme sermayesi değişim	63	131	1.014	715	816
Serbest nakit akışı	902	769	230	565	665

Büyüme ve marjlar

	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Net satışlar	%13,2	%13,6	%24,0	%11,6	%11,9
FAVÖK	%9,2	%12,4	%28,5	%14,2	%14,3
Net kâr	%44,4	%45,9	-%3,1	%1,3	%21,5
Brüt marj	%32,0	%33,2	%32,2	%32,2	%32,4
Esas faaliyet kâr marjı	%7,7	%7,4	%7,9	%8,2	%8,4
FAVÖK marjı	%10,3	%10,2	%10,5	%10,8	%11,0
Net marj	%6,3	%8,1	%6,3	%5,7	%6,2
Serbest nakit akışı marjı	%6,4	%4,8	%1,2	%2,5	%2,7

Hisse başına (TL)

	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Net kâr	1,32	1,92	1,86	1,89	2,29
Özsermaye	6,92	8,89	10,12	11,08	0,00
Temettü	0,52	0,39	0,63	0,93	0,94

Değerleme

	2015	2016	2017T	2018T	2019T
F/K	19,2x	13,1x	13,6x	13,4x	11,0x
F/DD	3,7x	2,8x	2,5x	2,3x	2,0x
FD/FAVÖK	13,5x	12,3x	9,8x	8,6x	7,6x
FD/Net satışlar	1,4x	1,2x	1,0x	0,9x	0,8x
Temettü verimi	%2,0	%1,5	%2,5	%3,7	%3,7
Serbest nakit akışı verimi	%5,3	%4,5	%1,3	%3,3	%3,9

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Yatırım Merkezlerimiz

Genel Müdürlük

Nispetiye Cad. B-3 Blok Kat: 7-9
Akmerkez Etiler - İSTANBUL
0 212 355 46 46

Adana

Cemal Paşa Mah. Gazipaşa Bul.
Cemal Uğurlu Apt. Kat: 1 D: 4 ADANA

(0 322) 457 77 55

Ankara

Remzi Oğuz Arık Mah. Tunalı Hilmi Cad.
Yaprak Apt. No: 94 Kat: 2 D: 9
Kavaklıdere Çankaya - ANKARA

(0 312) 435 18 36

Antalya

Şirinyalı Mah. İsmet Gökşen Cad. Özden
Apt. No:82/6 Muratpaşa - ANTALYA

(0 242) 248 45 20

Bakırköy

İstanbul Cad. Bakırköy İş Merkezi No:
6 Kat: 4 D: 14 Bakırköy - İSTANBUL

(0 212) 570 52 59

Bursa

Muradiye Mah. Çekirge Cad. Koçer Apt.
No: 49 Kat: 2 D: 4 Osmangazi - BURSA

(0 224) 225 64 10

Denizli

Saraylar Mah. 2. Ticari Yol No: 32 Kat: 5
DENİZLİ

(0 258) 265 87 85

Erenköy

Bağdat Cad. Çubukçu Apt. No: 333
Kat: 2 D: 4 Kadıköy - İSTANBUL

(0 216) 348 82 82

Gaziantep

İncilipinar Mah. Gazimuhtarpaşa Bul.
Kepkepzade Park İş Merkezi B Blok No:
18 Kat: 1 D: 5 GAZİANTEP

(0 342) 232 35 35

Girne

Şehit Necati Gürkaya Mevkii Çağdaş Apt.
Kat: 1 D: 1 Girne - KKTC

(0 392) 815 14 55-55-56

İzmir

Şair Eşref Bul. Ragıp Şanlı İş Merkezi
No: 6 Kat: 3 D: 306 Çankaya - İZMİR

(0 232) 445 01 61

İzmit

Hürriyet Cad. Kaya İşhanı No: 39/5 İzmit -
KOCAELİ

(0 262) 323 11 33

İzmit İrtibat

Ömerağa Mah. Alemdar Cad. İ. Kolaylı
Apt. No: 8 Kat: 2 İzmit KOCAELİ

(0 262) 260 01 01

Karadeniz Ereğli

Murtaza Mah. Hamamüstü Sok. İ. Esat
Taneri İş Merkezi No: 19 Kat: 2
Karadeniz Ereğli - ZONGULDAK

(0 372) 316 40 50

Kartal

Üsküdar Cad. Cevat Kayacan Apt. No:
26 Kat: 4 D: 8 Kartal - İSTANBUL

(0 216) 306 22 71 - 306 22 06

Kayseri

Cumhuriyet Mah. Sultan Hamam Cad.
Kavuncu İş Merkezi No: 17 Kat: 1 D: 2
KAYSERİ

(0 352) 221 08 68 - 222 82 51

Mersin

Çankaya Mah. Bahri Ok İş Merkezi B
Blok No: 78 MERSİN

(0 324) 238 11 89

Uyarı Notu

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Yatırım Danışmanlığı hizmeti talep edilmesi halinde; yatırımcının Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerindelik Testi'ni tamamlamış ve risk grubunun belirlemiş olması zorunludur.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor herhangi bir sürede belirli bir getirinin sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibarıyla yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Aksi halde, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. uğramış olduğu bütün zarar ve ziyanı talep etme hakkını saklı tutar.